

Välirahoitusinstrumentit pienten yritysten rahoituksena – pääomalainan ja vaihtovelkakirjalainan tarkastelua

Kandidaatintutkielma  
Miro Peltomäki  
Aalto-yliopiston Kauppakorkeakoulu  
Laskentatoimi  
Syksy 2017

---

**Tekijä** Miro Peltomäki

---

**Työn nimi** Välirahoitusinstrumentit pienten yritysten rahoituksena – pääomalainan ja vaihtovelkakirjalainan tarkastelua

---

**Tutkinto** Kauppatieteiden kandidaatti

---

**Koulutusohjelma** Laskentatoimi

---

**Työn ohjaaja(t)** Tapani Kykkänen

---

**Hyväksymisvuosi** 2017

---

**Sivumäärä** 27

---

**Kieli** Suomi

---

### Tiivistelmä

Kandidaatintutkielmani käsittelee välirahoitusinstrumenttejä pienten yritysten rahoituksena. Tutkielman tarkoituksena on tarkastella pääomalainan ja vaihtovelkakirjalainan eri ominaisuuksia erityisesti kasvuyritysten rahoituksessa. Tutkimusmenetelmänä käytetään kirjallisuustutkimusta, lisäksi mukana on empiriaa haastattelujen muodossa sekä yrittäjän että rahoittajan näkökulmilta.

Välirahoitusinstrumentit ovat rahoitusinstrumenttejä, joissa yhdistyy sekä oman pääoman että vieraan pääoman luonteisia ominaisuuksia. Tutkielmassa vertaillaan juuri pääomalainaa ja vaihtovelkakirjalainaa siksi, että ensin mainittu on luonteeltaan vieraan pääoman luonteinen, jälkimmäinen sen sijaan oman pääoman luonteinen.

Välirahoitusinstrumenttien käytön yleistymiseen on johtanut useat tekijät. Kasvuyritykset tarvitsevat pääomaa enemmän kuin aikaisemmin. Kasvuyritysten nuorilla yrittäjillä ei usein ole tarpeeksi omaa pääomaa yritystoiminnan kehittämiseen. Lisäksi pankkien vakavaraisuuden sääntely on johtanut tiukentuneeseen lainanantoon pienyrityksille.

Tutkielman teoriaosuudessa tarkastellaan perinteisiä rahoitusteorioita ja niiden vaikutuksia pienyrityksien pääomarakenteen suunnittelussa. Modigliani & Millerin irrelevanttiteorian sekä Myer-sin & Majlufin ”Pecking order” -teorioiden lisäksi tarkastellaan teorioita liittyen insentiivien säilymiseen rahoituksessa sekä agenttiongelmiin pienissä yrityksissä.

Pääomalainan ja vaihtovelkakirjalainan osalta syvennytään instrumenttien erityisominaisuuksiin ja siihen, miksi juuri nämä instrumentit ovat erinomaisia kasvuyritysten rahoituksena.

Tutkielmassa perehdytään myös pienyritysten pääomarakenteeseen vaikuttaviin tekijöihin. Aihetta käsitellään yrittäjän ja rahoittajan intressien, lainoittajan riskin sekä rahoitusinstrumenttien ehtojen muodostamisen kannalta.

---

**Avainsanat** välirahoitus, pääomalaina, vaihtovelkakirjalaina

---

## Sisällys

1. Johdanto .....	4
2. Syitä välirahoitusinstrumenttien käyttöön .....	6
2.1 Oman pääoman ehtoinen rahoitus .....	6
2.2 Vieraan pääoman ehtoinen rahoitus .....	7
2.3 Case Fiksuruoka Oy .....	8
3. Teoriaa .....	10
3.1 Modigliani & Miller: irrelevanttisteoria .....	10
3.2 Myers & Majluf: "Pecking order" -teoria .....	11
3.3 Insentiivit .....	11
3.3.1 Venture Capital rahastojen toiminta .....	12
3.4 Agenttiongelmien kasvuyrityksessä .....	13
4. Pääomalaina .....	14
4.1 Pääomalainojen muutos lainsäädännössä .....	15
4.2 Pääomalainan merkitseminen kirjanpidossa .....	15
4.3 Pääomalainojen verokohtelu .....	16
5. Vaihtovelkakirjalaina .....	18
5.1 Vaihtovelkakirjalainojen perusteet .....	19
5.2 Vaihtovelkakirjalainojen ehdot .....	19
6. Kasvuyritysten pääomarakenteen muodostaminen .....	21
6.1 Lainarahoittajan riski .....	21
6.2 Yrittäjän intressit .....	22
6.3 Ulkopuolisen rahoittajan intressit .....	22
6.4 Välirahoitusinstrumenttien ehdot .....	23
7. Yhteenveto .....	24
8. Lähteet & Lyhenteet .....	26

# 1. Johdanto

Tässä tutkielmassa perehdytään välirahoitusinstrumenttien käyttöön erityisesti pienten yritysten rahoituksessa. Välirahoitusinstrumentit ovat yrityksille pääomaa, jossa yhdistyy oman ja vieraan pääoman omaisia elementtejä. Yritys voi välirahoitusinstrumenttien avulla muokata pääomarakennettaan niin, että siinä yhdistyy sekä omasta että vieraasta pääomasta tuttuja hyviä ominaisuuksia minimoiden molempien huonoja puolia (Lautjärvi, 2015). Välirahoitusinstrumentit voidaan karkeasti jaotella kahteen eri joukkoon: osakepohjaisiin välirahoitusinstrumentteihin ja velkapohjaisiin välirahoitusinstrumentteihin. Tässä tutkielmassa keskitytään tarkkailemaan oman pääoman luonteista pääomalainaa ja vieraan pääoman luonteista vaihtovelkakirjalainaa. Välirahoitusinstrumentteja kutsutaan myös hybridilainainstrumenteiksi ja englanninkielisessä kirjallisuudessa mezzanine-instrumenteiksi.

Erityisen mielenkiintoisen aiheesta tekee viime vuosina Suomessa voimakkaasti kasvanut pienyritys- sekä start-up -buumi. Tutkielmassa keskitytään tarkastelemaan instrumenttien käyttöä etenkin pienten ja aloittelevien yritysten rahoituksessa, niin yrittäjän itsensä kuin rahoittajan näkökulmasta.

Tutkielmassa perehdytään ensin pienten yritysten motiiveihin hakea rahoitusta välirahoitusinstrumenteilla sekä syitä välirahoitusinstrumenttien käytön kasvuun. Tämän jälkeen käsitellään yritysrahoituksen teoriaa perinteisten mallien pohjalta. Seuraavaksi perehdytään pääomallainan ominaisuuksiin ja erityispiirteisiin sekä muutoksiin lainsäädännössä ja sen vaikutukseen pääomallainojen käyttämisessä. Oman pääoman luonteisesta pääomallainasta siirrytään vieraan pääoman luonteiseen vaihtovelkakirjalainaan, sen teoriaan sekä hinnoitteluun. Näiden jälkeen käsitellään pienten kasvuyritysten pääomarakenteen muodostamista ja erityisesti tarkasteltavien välirahoitusinstrumenttien käyttöä sen osana.

Tutkielman tutkimuskysymyksenä on välirahoitusinstrumenttien käyttö pienten kasvuyritysten rahoituksessa. Tutkielmassa tarkastellaan kasvuyritysten pääomarakenteen luomista sekä kehyksiä, jotka vaikuttavat eri rahoitusrakenteiden toimivuuteen. Tutkielman välirahoitusinstrumentit

rajataan ainoastaan pääomalainan ja vaihtovelkakirjalainan tarkasteluun. Kyseisiä välirahoitusinstrumenttejä tarkastellaan erityisesti pienten kasvuyritysten näkökulmasta.

Tutkielmaan välirahoitusinstrumenteistä minua motivoi myös se, että aiheesta olemassa oleva kirjallisuus käsittelee välirahoitusinstrumenttejä pitkälti juridisesta näkökulmasta ja haluankin tuoda tutkielmassani esille kaupallista näkökulmaa ja etenkin pienille yrityksille ja start-upeille hyödyllistä tietoa.

Tutkimusmenetelmänä käytetään kirjallisuustutkimusta. Mukana on myös empiiristä tutkimusta start-up case-esimerkin ja haastattelujen muodossa. Haastateltavat edustavat sekä yrittäjän että rahoittajan näkökulmia.

## 2. Syitä välirahoitusinstrumenttien käyttöön

Välirahoitusinstrumenttien käyttöön voidaan löytää lukuisia syitä riippuen esimerkiksi siitä, kenen näkökulmasta yrityksen rahoitusta tarkastellaan. Perinteisesti yritykset ovat pohjanneet rahoituksensa pitkälti puhtaasti omaan tai vieraaseen pääomaan. Oma pääoma on katsottu tässä yhteydessä olevan yrittäjän itsensä yritykseen investoimaa pääomaa ja vieras pääoma esimerkiksi pankista haettua lainaa. Useat syyt ovat kuitenkin johtaneet siihen, että yritykset ovat lähteneet hakeamaan rahoitusta perinteisten keinojen ulkopuolelta.

Välirahoitusinstrumenttien luomisen ja käytön perimmäinen syy on yksinkertaisuudessaan se, että ne ovat erinomainen tapa rahoittaa etenkin pieniä yrityksiä sellaisissa tapauksissa, joissa yrittäjä näkee ideansa suuren kasvupotentiaalin eikä halua yrityksen toimintaa rahoittaakseen luopua osuudesta yrityksessä. Kun suoran vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen hankkiminen ei ole mahdollista yrityksen suuren riskin vuoksi, välirahoitusinstrumenteilla rahoittaja saa sijoitukselleen riskin kompensoimaa suurempaa tuottoa, ja yrittäjä usein säästyy luopumasta liian suuresta osuudesta yrityksessään.

### 2.1 Oman pääoman ehtoinen rahoitus

Pienen, etenkin aggressiivisesti kasvuun panostavan yrityksen tarvitsema pääoma on nykyään usein suurempi kuin aikaisemmin. Yrittäjillä itsellään ei usein ole mahdollisuutta sijoittaa itse yritykseensä suurta summaa pääomaa. Pääomatarpeen kasvuun on johtanut etenkin nopeasti muuttuva liiketoimintaympäristö. Erityisesti digitalisaatio pakottaa yrityksiä toimimaan verkossa ja erilaiset IT-investoinnit vaativat etenkin pieniltä yrityksiltä niiden kokoon nähden paljon pääomaa.

Säilyttääkseen kilpailuetunsa pienten yritysten on usein kasvettava niin nopeasti, että sisäinen tulorahoitus ei yksin ole tarpeeksi nopea keino saada yrityksen käyttöön pääomaa. Etenkin uuden

teknologian käyttöön perustuvat yritykset tarvitsevat myös perinteistä enemmän tutkimus- ja kehitystyötä ennen kuin niillä on ainuttakaan asiakkaalle myytävää tuotetta. Tällöin rahoitusta saatetaan tarvita merkittävästi jo ennen kuin kassavirtaa kertyy yritykselle lainkaan. Säilyttääkseen kilpailuetunsa ja kasvaakseen nopeasti pieni yritys usein tarvitsee myös paljon näkyvyyttä, jonka hankkiminen voi olla kallista (Järvensivu, 2017).

Viime vuosina perustettujen yritysten määrä on kasvanut nopeasti (Suomen yrittäjät, 2015). Lisäksi kasvuyritysten lukumäärä lisääntyy yrityskantaa nopeammin (EK, 2013). Aloittavilla, uusilla yrittäjillä ei usein ole säästöissään pääomaa uuden kasvuyrityksen toiminnan käynnistämiseen. Tämä on lisännyt ulkoisen rahoituksen tarvetta. Seuraavissa kappaleissa tarkastellaan syitä, miksi rahoitusta haetaan nykyään yhä useammin esimerkiksi välipääomarahoitusinstrumenteilla.

## 2.2 Vieraan pääoman ehtoisen rahoitus

Pieni yritys voi hankkia toimintansa rahoittamiseksi myös suoraan vierasta pääomaa, esimerkiksi lainaa pankista tai yksityiseltä sijoittajalta. Suoran vieraan pääoman ehtoisen rahoituksen käyttö on kuitenkin monista syistä melko vähäistä.

Yksityiset sijoittajat ovat harvoin halukkaita rahoittamaan toimintaa puhtaasti vieraan pääoman ehtoisella lainalla, koska pienen aloittavan yrityksen kohdalla yrityksen tulevaisuudennäkymät ovat usein epävarmat. Kun yrityksellä ei alkuvaiheessa ole juurikaan kassavirtaa eikä välttämättä edes valmista tuotetta, sijoittajan vaatima tuotto nousee usein kohtuuttoman korkeaksi (Kalo-niemi, 2017). Yksityinen sijoittaja voi hankkia korkealle riskilleen vastaavaa tuottoa usein ainoas-taan oman pääoman ehtoisella sijoituksella, jolloin rahoittaja, omistaessaan osan yrityksestä, saa tuottoa sijoitukselleen yrityksen kasvaessa.

Myös pankkirahoitukseen liittyy monia haasteita. Vuoden 2008 jälkeisen finanssikriisin jälkeen pankkien toimintaa on alettu rajoittamaan Euroopassa merkittävästi. Etenkin viimeaikaisten Ba-sel-säännösten myötä tarkastelun alle ovat joutuneet pankkien vakavaraisuusasteet. Viranomai-set edellyttävät pankeilta enemmän omaa pääomaa suhteessa riskipainotettujen luottojen mää-

rään. Viimeisimmässä Basel 3 tiedotustilaisuudessa (Fiva, 2016) julkaistiin myös muutoksia esimerkiksi oman pääoman määritelmään. Lisäksi jokainen pankki arvioi luottojensa riskipitoisuuden, joka vaikuttaa ratkaisevasti vaaditun oman pääoman määrään.

Pankkien pienille, pörssiin listaamattomille yrityksille tarjoama rahoitus luokitellaan luotonantosta riskipitoisimmaksi, minkä vuoksi pankit usein välttävät laajaa luotonantoa pienille yrityksille. Tämän lisäksi usealle pankille pienellä yrityksellä oleva negatiivinen oma pääoma saattaa olla suoraan peruste lainanannon hylkäämiselle. Pääomansa menettäneet pienet yritykset katsotaan niin riskipitoiseksi, että ne sitovat tuottoonsa nähden liikaa pankin omaa pääomaa.

Pienen, aloittavan yrityksen kohdalla rahoittamiseen sisältyvä riski voi usein olla myös niin korkea ja liiketoimintakohtainen, että pankin saama korko ei kompensoi riskiä tarpeeksi. Tähän syynä on esimerkiksi se, että pankki tai vastaava institutionaalinen rahalaitos toimii tarkkojen sisäisten prosessien kautta, joihin ei sisälly yksittäisten yritysten toimintaan ja sen riskiin perehtyminen.

### 2.3 Case Fiksuruoka Oy

Fiksuruoka Oy on tyypillinen esimerkki edellä kuvatusta aloittavasta pienestä yrityksestä. Fiksuruoka Oy hyödyntää elintarviketeollisuuden ja vähittäistavarakaupan toimitusketjujen eri vaiheissa syntyvää hävikkiä. Yritys ostaa hävikkiin muuten joutuvat elintarvikkeet ja kulutushyödykkeet, jotka se tämän jälkeen myy suoraan kuluttajille verkkokaupassaan.

Fiksuruoka Oy:n kaltaisessa tilanteessa yrityksen alkuinvestointiin kuului muun muassa oman pääoman minimitalletus, verkkokaupan perustaminen sekä tuotteiden hankintojen tekemisen aloittaminen varastoon. Suurin yksittäinen menoerä yritykselle oli toimintaa aloitettaessa markkinointi ja muu näkyvyyden hankkiminen. Asiakashankinnan kustannukset olivat Fiksuruoka Oy:n kaltaiselle yritykselle suuret mutta välttämättömät, koska toiminta tarvitsee pyöriäkseen riittävää volyymia. Fiksuruoka Oy:n tapauksessa kaupan valikoiman laajentaminen sekä ylläpitäminen sitovat myös melko paljon käyttöpääomaa (Järvensivu, 2017).



Fiksuruoka Oy:n toimialalla ei ole Suomessa vielä merkittävää kilpailua. Tämä korostaakin yrityksen toiminnan vakiinnuttamiseksi markkinoiden nopean valtaamisen merkitystä. Yrityksen tunnettuus asiakkaiden ja toimittajien keskuudessa sekä hävikkiruoan ostamisen yhdistäminen juuri Fiksuruokaan ei kuitenkaan ole nopea ja halpa prosessi. Nopea kasvu tarvitsee paljon pääomaa. Kassavirta yritykseen syntyy asiakkaiden ostoista, joten asiakashankintaan sijoitetut varat tuottavat yritykselle lyhyehköllä viiveellä. Tästä syystä yrityksen kasvuun vaaditaan pääomaa merkittävästi tulorahoitusta enemmän etenkin toiminnan alussa.

### 3. Teoriaa

Väli-rahoitusinstrumenttien käytöllä yritykset etsivät kukin itselleen optimaalisinta rahoitusrakennetta. Pääomarakenteen vaikutuksesta yrityksen toimintaan ja rahoituksen hankkimiseen on myös useita teorioita. Tässä kappaleessa tarkastellaan erilaisia yrityksen rahoitukseen liittyviä teorioita sekä niiden vaikutuksia yritysten päätöksiin rahoitusrakenteen luomisessa sekä rahoituksen hankkimisessa.

#### 3.1 Modigliani & Millerin irrelevanttiusteoria

Kuuluisan Modigliani & Millerin irrelevanttiusteorian (1963) mukaan kitkattomassa ympäristössä pääomarakenteella ei ole lainkaan vaikutusta yrityksen arvoon. Teorian mukaan pääomarakenne ei vaikuta yrityksen toimintaan ja voitontekemiseen millään tavalla ja tämän mukaan on samantekevää, rahoitetaanko yritystoiminta omalla vai vieraalla pääomalla.

Teorian kitkaton maailma sisältää seuraavat oletukset:

1. Verojärjestelmä ei suosi mitään rahoitusmuotoa.
2. Konkurssikustannuksia ei ole.
3. Rahoitusmarkkinoilla ei ole tiedon asymmetriaa.

Reaalimaailmassa yksikään kyseisistä oletuksista ei toteudu. Teoriaa voidaan kuitenkin tarkastella myös realistisilla markkinoilla ilman kitkattomuuden oletuksia. Otettaessa erityisesti verotus huomioon, Modigliani & Miller päätyy optimaalisimman pääomarakenteen olevan vahvasti velkapainotteinen. Yrityksen kasvanut velkasuhde korottaa konkurssin ja siitä aiheutuvien kustannusten todennäköisyyttä. Siksi Modigliani & Millerin optimaalisesta pääomarakenteesta löytyy sekä omaa pääomaa että vierasta pääomaa.

Modigliani & Millerin teoria painottuu pitkälti pörssiin listatuille yhtiöille, joiden rahoitukseen voivat osallistua avoimessa taloudessa kaikki yrityksestä kiinnostuneet. Pienten yritysten kohdalla teoria jää kauas todellisuudesta.

### 3.2 Myers & Majluf "Pecking order"

Toinen keskeinen teoria yrityksen rahoitukseen on Myers & Majluf "Pecking order" -teoria (1984), jonka mukaan rahoituksen hinta kasvaa asymmetrisen informaation lisääntyessä. Asymmetrisellä eli epätasaisesti jakautuneella informaatiolla tarkoitetaan yrityksen johdon, ei-sisäpiiriläisten osakkeenomistajien ja velkojien välistä epätasaista tietämystä yrityksen asioista. Pecking Order -teoria johtaa Myers & Majluf:in mukaan siihen, että yritykset rahoittavat toimintansa ensisijaisesti sisäisellä tulo-rahoituksella, tämän jälkeen velalla ja vasta viimeisenä oman pääoman ehtoisa rahoituksella. Omistajien omaa pääomaa käytetään viimeisenä, koska teorian mukaan yrityksen viestiessä osakeannista, se viestii samalla tahattomasti osakkeensa olevan yliarvostettu, joka johtaa poikkeuksetta osakkeen arvon laskemiseen. Viesti osakkeen yliarvostuksesta välittyy markkinoille, koska yrityksen sisäisellä henkilöllä oletetaan aina olevan paras mahdollinen tieto yrityksen tilasta. Tällöin yrityksen johdon viestiessä osakeannista markkinat olettavat johdon yrittävän käyttää hyväksi osakkeen nykyistä yliarvostusta.

Vaikka pienen yrityksen kohdalla muut rahoituskeinot eivät välttämättä ole edes mahdollisia, yritysten on tärkeää myös viestiä uutta pääomaa hankkiessaan mahdollisimman selkeästi. Viestinnällä ja tiiviillä sijoittajasuhteilla yritys voi vähentää asymmetrisen informaation määrää ja siten vaikuttaa myös rahoituksensa hintaan.

### 3.3 Yrittäjän insentiivien säilyttäminen

Yrittäjän insentiivien eli kannustimien säilymisellä on suuri merkitys rahoitusjärjestelyissä. Rahoittajalle on optimaalisinta rahoittaa yritystä siten, että yrittäjän insentiivit säilyvät mahdollisimman

suurina (Tirole, 2006). Sijoittajan tuotto muodostuu hänen osuudestaan yrityksessä ja yrityksen arvon noususta. Yritystä rahoitettaessa sijoittajalla onkin usein tilanne, jossa sen ei kannata tavoitella mahdollisimman suurta osaa yrityksestä, vaan sijoittajan täytyy varmistaa myös yrityksen mahdollisimman suuri arvonnousu. Yrittäjän insentiivit ovat yksi yrityksen arvonnousun tärkeimmistä tekijöistä, joten sijoittajan täytyy varmistaa myös yrittäjän säilyminen mahdollisimman motivoituneena yrityksen toiminnan kasvattamiseen.

Insentiiviongelmien korostuvat etenkin aloittavilla yrityksillä, sillä niiden kohdalla rahoittaja usein tarvitsee korkean riskin kompensoimiseksi korkeaa tuottoa. Suorissa oman pääoman ehtoisissa sijoituksissa tämä tarkoittaa, että sijoittajan olisi käytännössä saatava suuri osuus yrityksestä. Tällöin välirahoitusinstrumenttien avulla sijoittaja voi rahoittaa korkean riskin yritystä ottamatta itselleen niin merkittävää osuutta yrityksestä, että yrittäjän insentiivit heikentyisivät olennaisesti.

### 3.3.1 Venture Capital rahastojen toiminta

Start-uppeja ja voimakkaaseen kasvuun tähtääviä pieniä yrityksiä rahoittavat usein Venture Capital -rahastot (VC funds). Aloittavan yrityksen osalta esimerkiksi tuotteen prototyypin tai vastaavan valmistamiseksi saatetaan tarvita ennalta määrätty sijoitus. Tällöin rahoittaja ei voi säätää portfolionsa riskiä tekemällä yritykseen pienempää sijoitusta. Sijoittajan on siis neuvoteltava, minkä osuuden yrityksestä hän saa ennalta määrättyllä sijoituksella. Venture Capital -rahastojen paljon käyttämä malli on seuraava:

$$\text{final ownership required} = \frac{\text{investment}}{\text{terminal value} / (1 + IRR)^t}$$

Torstila  
(2017)

Venture Capital -rahastojen kohdalla sijoituksen IRR (internal rate of return) eli efektiivinen korkoade on korkea. Tällä kaavalla saatu osuus yrityksestä saattaa kuitenkin olla suuri, jolloin rahoittajan on syytä tarkastella, kuinka hän voi saada tuottoa sijoitukselleen ilman yrittäjän insentiveihin merkittävästi heikentävää omistusosuutta. Tällöin sijoittaja voi muodostaa sijoituksensa esimerkiksi yhdistämällä oman pääoman ehtoisen sijoituksen lisäksi lainaa. Lainalle vaadittava korkea korko voidaan toteuttaa esimerkiksi pääomalainoittamalla investoitavaa yritystä.

Euroopassa yritysten rahoitus allokoituu pitkälti pankkien kautta. Pankkien tarjoaman rahoituksen haasteellisuus ja kasvanut pienyritys -ja start-up -boomi ovatkin lisänneet Venture Capital rahastojen merkitystä sekä Suomessa että muualla Euroopassa. Venture Capital -rahastojen tekemät siemenvaiheen sijoitukset ovatkin Suomessa nelinkertaistuneet viidessä vuodessa (FVCA). Siemenvaihe (seed) on juuri perustettuja kasvuyrityksiä koskeva vaihe, jossa pääomaa tarvitaan ensisijaisesti tutkimukseen, tuotekehitykseen sekä toiminnan organisoimiseen ennen varsinaista liiketoiminnan käynnistämistä. Siemenvaiheen yrityksillä ei usein ole sisäistä tulorahoitusta lainkaan.

### 3.4 Agenttiongelmien kasvuyrityksissä

Päämies-agentti-suhde syntyy, kun yksi tai useampi osapuoli (päämies) sitovat toisen osapuolen (agentti) suorittamaan puolestaan palvelun (Vasenius, 2015). Tyypillisesti agenttiongelmien syntyvät Jensenin ja Mecklingin (1976) teorian mukaan yrityksessä osakkeenomistajien ja johdon välille. Pienien yritysten kohdalla, etenkin nuorissa kasvuyrityksissä yrityksen perustajat ovat usein ainoita osakkeenomistajia. Tällöin asymmetristä informaatiota ja agenttiongelmia syntyy erityisesti yrityksen ja rahoittajien välille.

Agenttiongelmien kustannukset maksatetaan aina yrityksellä (Honkanen, 2017). Agenttiongelmista syntyneet kustannukset näkyvät yritykselle rahoituksen hinnassa.

## 4. Pääomalaina

Pääomalaina on laina, jonka pääoma ja korko voidaan maksaa lainanottajan selvitystilassa tai konkurssissa vain kaikkia muita velkojia huonommalla etuoikeudella. Pääomalainan pääomaa ja korkoa voidaan lisäksi maksaa takaisin ainoastaan, mikäli yhtiön vapaan oma pääoman ja kaikkien muiden pääomalainojen määrä maksuhetkellä ylittää yhtiön viimeksi päättyneen tilikauden tai sitä uudemman tilinpäätöksen mukaisen tappion määrän (OYL, 12). Pääomalaina on aina vakuudeton. Pääomalaina on välirahoitusinstrumenttinä tyypillinen, koska se voidaan tietysin ehdoin esittää taseessa myös osana yhtiön omaa pääomaa. Pienet yritykset voivat käyttää pääomalainaa rahoitusaseman vahvistamiseen. Pääomalainalla voidaan myös käyttää oman pääoman menettämiseen liittyvän ilmoitusvelvollisuuden välttämiseen.

Pääomalainaa käytetään pienissä yrityksissä tyypillisesti juuri taloudellisen tilan vahvistamiseen sekä muiden velkojien saatavien takaisinmaksun turvaamiseen (Lautjärvi, 2015). Ominaisuus kirjata pääomalaina osaksi omaa pääomaa mahdollistaa esimerkiksi velallisyhtiön säästymisen muihin velkainstrumentteihin sisältyvien omavaraisuuskovenanttien rikkoutumiselta. Pääomalainaa käytetäänkin pienten yritysten osalta usein niin, että lainanantajina ovat yrityksen osakkaat. Yrityksen rahoitusjärjestelyjen yhteydessä enemmistöosakkaat saattavat tarvittaessa sitoutua pääomittamaan yhtiötä. Rahoittajat voi vaatia yritykseltä sitoumusta pääomalainoitukseen rahoituksen saamiseksi (Kalonieniemi, 2017). Sitoumus voidaan sisällyttää esimerkiksi lainan kovenantteihin.

Pääomalainat on suurten yritysten kohdalla pääsääntöisesti laskettu liikkeelle joukkovelkakirjalainoina, sillä lainat on tarkoitettu arvopapereiksi ja niille on haettu noteeraus Helsingin Arvopaperiopistoista lainojen toissijaismarkkinoiden likviditeetin varmistamiseksi. Etenkin vuoden 2008 finanssikriisin jälkeen pankkien välisen luottamuksen katoaminen ja siten luotonannon supistaminen suuryrityksille johti monen suomalaisenkin pörssiyrityksen kohdalla pääomalainojen liikkeellelaskun yleistymiseen. Suurten yritysten osalta pääomalainat ovat osa normaalia varojen hankintaa, ja niitä käytetään usein esimerkiksi uusien investointien rahoittamiseen. (Villa, 1997.)

#### 4.1 Pääomalainojen muutos lainsäädännössä

Pienten yritysten osalta pääomalainat ovat monipuolinen keino yrityksen toiminnan rahoittamiseen. Pääomalainan sopivuutta pienten yritysten rahoittamisessa on lisännyt myös vuonna 2016 voimaan tullut kirjanpitolainsäädännön uusi säännös 5:5 c, jonka mukaan pääomalainat voidaan tilinpäätöksessä laskea osaksi omaa pääomaa myös silloin, kun yritys ei käytä IFRS-käytäntöä laatiessaan tilinpäätöstä. IFRS-käytäntö on erittäin raskas pienille yrityksille ja lainsäädännön muutos onkin helpottanut rahoitusta pääomalainojen avulla juuri pienten yritysten kohdalla. Säännös ei siis velvoita yrityksiä merkitsemään pääomalainaa omaksi pääomaksi, mutta mahdollistaa sen nyt myös pienemmille yrityksille.

#### 4.2 Pääomalainan merkitseminen kirjanpidossa

Osakeyhtiölain 12:2.4:n mukaan pääomalainat tulee merkitä yrityksen kirjanpidossa aina erillisenä eränä. Tämä mahdollistaa pääomalainan merkitsemisen taseessa joko omaksi tai vieraaksi pääomaksi (Villa & Immanen, 2016). Lähtökohtana pääomalainan merkitsemisessä on, että se on yrityksen vierasta pääomaa, sillä pääomalaina on velkaa. Kuitenkin tilanteissa, joissa arvioidaan oma pääoman menettämistä, voidaan pääomalaina OYL 20:23.2:n nojalla lukea oman pääoman eräksi.

Pääomalainan merkitseminen omaksi pääomaksi edellyttää pääomalainalta tiettyjä ehtoja. Voidakseen merkitä pääomalainan osaksi yrityksen omaa pääomaa pääomalainan on oltava eräpäivätön. Lisäksi pääomalainassa ei saa olla koron maksusta minkäänlaista mainintaa. Pääomalainan pitää siis ehdoiltaan olla oman pääoman luonteinen siten, kuin IAS-asetuksella (1606/2002) hyväksytyissä tilinpäätösstandardeissa omaan pääomaan luettavilta arvopapereilta edellytetään. (Villa & Immanen, 2016.)

Liiketoiminnan rahoittamisen lisäksi pääomalainaa voidaan käyttää pienten yritysten osalta erityisesti pääoman menettämistä koskevan ilmoituksen välttämiseen. Osakeyhtiöille on säädetty

osakeyhtiölaissa ilmoitusvelvollisuus koskien oman pääoman menettämistä. Yrityksen havaitessa oman pääoman menettäminen, se on viipymättä velvollinen ilmoittamaan asiasta Patentti- ja rekisterihallitukselle. Rekisteri-ilmoituksen laatimisesta ovat vastuussa toimitusjohtaja sekä hallituksen varsinaiset jäsenet. Ilmoituksen tekemättä jättäminen on osakeyhtiölain rikkomus, joka voi johtaa henkilökohtaiseen korvausvelvollisuuteen (OYL). Ilmoituksen tarkoituksena on saattaa yhtiön rahoittajat ja muut liiketoimintakumppanit tietoiseksi yrityksen taloudellisesta tilasta. Tämä auttaa yrityksen sidosryhmiä tekemään päätöksiä toiminnasta yrityksen kanssa.

Oman pääoman menettäminen vaikuttaa yrityksen liiketoimintaan ja sidosryhmiin merkittävästi. Etenkin pienillä yrityksillä se voi vaikuttaa tulevaisuudessa rahoituksen saantiin tai esimerkiksi tavarantoimittajien yrityksille tarjoamiin maksuehtoihin (Järvensivu, 2017).

#### 4.3 Pääomalainojen verokohtelu

Pääomalainan verokohtelu on melko tavanomainen. Pääomalainaa käsitellään verotuksessa vieraana pääomana. Käytännössä tämä tarkoittaa, että pääomalainan korot ovat velallisyhtiölle normaalisti verotuksessa vähennyskelpoisia. Lainanantajalle pääomalainasta saadut korot ovat normaalia verotettavaa korkotuloa (tai pääomatuloa).

Pääomalainoja on myös käytetty niin sanottuun peiteltyyn osingon maksamiseen. Tällä tarkoitetaan sitä, että osakkaan yhtiölle myöntämälle pääomalainalle on maksettu korkoa, jonka verottaja tulkitsee yhtiön voitonjaoksi. Verottajan mukaan korko tai muu hyvitys on peiteltyä osinkoa, jos yhtiö on maksanut osakkaalleen olennaisesti enemmän kuin mikä on tavallista (VeroO). Käytännössä tällä tarkoitetaan pääomalainan korkoa ja sen määriteltyä tasoa. Parhaillaan hallinto-oikeudessa on meneillään tapaus, jossa terveydenhoitoalan yritys Mehiläinen Oy on oikeudessa verottajaa vastaan koskien juuri Mehiläisen pääomalainojen korkojen markkinaehtoisuutta. Lisäksi verottajan mukaan yhtiön on pystyttävä osoittamaan, että pääomalainan ottaminen on ollut yhtiölle rahoitustilanteen kannalta välttämätöntä. Jos pääomalainan ottaminen todetaan välttämättömäksi, voidaan osakkaalle maksettavaa korkoa pitää ”tavallisena korkona”, joka jouduttaisiin maksamaan rahalaitoksesta otetusta vastaavasta lainasta.



Mielenkiintoista onkin pohtia pienen yrityksen osalta tapausta, jossa rahalaitoksesta lainaa ei ole myönnetty. Tällaisessa tapauksessa tavallisen koron tasoa on vaikea arvioida ja peitellyn osingon maksamisen todistaminen myöhemmin huomattavan vaikeaa.

## 5. Vaihtovelkakirjalaina

Vaihtovelkakirjalainaksi kutsutaan yhtiön ottamaa velkaa, johon liittyy velkojan oikeus tai joissain tapauksissa myös velvollisuus muuntaa eli konvertoida velkainstrumentti liikkeeseenlaskijayhtiön osakkeisiin (Lautjärvi, 2015). Vaihtovelkakirjalainan käyttömahdollisuus perustuu OYL 10 luvun 1 §:ään. Vaihtovelkakirjalainojen ehtojen mukaisesti osakkeen merkintähinnan maksaminen tapahtuu kuittaamalla velkojen saatavaa.

Vaihtovelkakirjalaina voi olla osaketta houkuttelevampi vaihtoehto niin sijoittajalle kuin yritykselle. Sijoittajan näkökulmasta vaihtovelkakirjalaina voi olla houkutteleva instrumentti, koska vaihtovelkakirjalainan velkojalla on oikeus velan pääoman maksuun ja korkosuorituksiin osakkeenomistajia paremmalla etuoikeudella. Tämän lisäksi lainan konvertointi luo mahdollisuuden hyötyä merkittävästi arvonnoususta ja saada omistusosuutta yrityksessä. Yrittäjän näkökulmasta vaihtovelkakirjalaina saattaa olla houkutteleva tapa hankkia rahoitusta monesta syystä. Vaihtovelkakirjalainan konversion kautta sijoittajan tuottovaatimus yksin lainan korolle on usein pienempi, jolloin yritys saa lainaa pienemmällä korolla. Lisäksi vaihtovelkakirjalainan korko on yhtiölle verotuksessa yleensä kokonaan vähennyskelpoinen. Vaihtovelkakirjalainan ehtoja voidaan myös muuttaa osakeosuutta helpommin. (Lautjärvi, 2015)

Vaihtovelkakirjalainoja on lukuisia erilaisia. Lainaehtojen näkökulmasta merkittävin yksityiskohta on yleisesti konversioon liittyvä oikeus tai velvollisuus. Suurten investointien rahoittamiseksi vaihtovelkakirjoja laskevat liikkeelle myös suuret yhtiöt. Näissä tapauksissa vaihtovelkakirjalainat ovat niin kutsuttuja joukkovaihtovelkakirjalainoja, joilla voidaan käydä kauppaa myös jälkimarkkinoilla. Pienempien yritysten käytössä on olemassa myös esimerkiksi ns. Coco-vaihtovelkakirjalainoja (Coco-bonds, covenant-convertible bonds) voiden konversioon liittyä yrityksen toimintaan liitettyjä kovenantteja. Tyypillisiä kovenantteja voivat olla esimerkiksi yrityksen omavaraisuusaste, joka on usein sidottu konversion velvollisuuteen sijoittajan puolelta. Tällöin esimerkiksi yrityksen omavaraisuusasteen heikentyessä yhtiö voi velvoittaa sijoittajaa konvertoimaan velan osakkeiksi, jolloin yhtiö saa taseeseensa suoraan omaa pääomaa parantamaan sen rahoitusasemaa.

## 5.1 Vaihtovelkakirjalainojen perusteet

Vaihtovelkakirjalainojen arvostaminen tapahtuu jakamalla vaihtovelkakirja laina kahteen komponenttiin, itse lainaan sekä option osakkeen konvertoinnista ennalta määrättyyn hintaan (Brealy, Myers & Allen, 1984). Tällöin lainan korko määrittyy sijoittajan asettamasta tuottovaatimuksesta, johon hän lisää tai vähentää option arvon. Option arvo lasketaan yksinkertaistettuna laskemalla osakkeen tulevalle arvolle odotusarvo, joka määrittää option arvon sijoitushetkellä.

Kasvuyrityksen kohdalla option arvo saattaa olla hyvinkin korkea, jolloin lainan korkoa saadaan madallettua merkittävästi. Yrityksen on kuitenkin syytä olla hyvin tarkkana sovitusta konversioasteesta. Yrityksen arvon kasvaessa se voi joutua luopumaan osuudesta yrityksessään matalalla arvostuksella. Pienten yritysten kohdalla vaihtovelkakirjalainojen ehdot eroavatkin useasti suurten yritysten vastaavista. Ehdoissa määritellään eri tavoin juuri konversioon liittyviä yksityiskohtia. Esimerkiksi kasvuyritykset neuvottelevat yleensä konvertoinnille katon, joka määrittää suurimman mahdollisen osuuden yrityksestä, johon lainasumma voidaan laina-ajan lopussa konvertoida. Konvertoinnin katto kuitenkin madaltaa option arvoa ja se lisää yrityksen vaihtovelkakirjalainasta maksamaa koroa.

## 5.2 Vaihtovelkakirjalainojen ehdot

Vaihtovelkakirjalainojen ehdot vaihtelevat suuresti. Lainaehdoilla yritys ja sijoittaja voivat muokata vaihtovelkakirjalainan luonnetta itselleen sopivaksi. Ehdoilla säädellään usein etenkin lainan konvertointiin liittyviä yksityiskohtia. Pienten kasvuyritysten kohdalla rahoittajan insentiivi on usein saada yrityksen arvo kasvamaan mahdollisimman paljon, jotta option arvo kasvaa suureksi (Kalonieniemi, 2017). Tällöin rahoittaja voi määritellä vaihtovelkakirjalainan ehtoja esimerkiksi siten, että konvertoinnin valuaatio määrittyy vasta seuraavan rahoituskierröksen yhteydessä. Tällöin rahoittaja kannustaa myös yrittäjää mahdollisimman nopeaan kasvuun, koska seuraavalla rahoituskierröksellä saatu korkea valuaatio pienentää myös alkuperäisen vaihtovelkakirjalainan rahoittajan saamaa osaa yrityksestä. (Järvensivu, 2017.)

On olemassa myös vaihtovelkakirjalainoja, joissa ehdot suunnitellaan esimerkiksi siten, että rahoittaja välttelee lainan konversiota mahdollisimman paljon (Melgin, 2017). Tällaisissa lainoissa korko on lähtökohtaisen korkea ja konversion valuaatio alhainen. Yrittäjän kannalta tällainen vaihtovelkakirjalaina saattaa olla optimaalinen, koska tällöin hän ei joudu luopumaan yrityksensä omistuksesta lainkaan. Rahoittaja saa tuottoonsa kyseisissä vaihtovelkakirjalainoissa yksin koron kautta, jolloin lainasta maksettu korko lähentelee riskiin suhteutettua korkoa rahoitusmarkkinoilla.

Vaihtovelkakirjalainoissa on usein myös niin sanottu takaisinosto-oikeuteen (buy-back) liittyvä ehto. Siinä usein velkoja määrittelee summan, jolla laina voidaan millä tahansa hetkellä maksaa takaisin. Tämä on kasvuyritysten osalta olennainen, sillä mahdollisen yritysoston tapauksessa uusi omistaja haluaa usein mahdollisimman vähän muita omistajia. Tällöin vaihtovelkakirjalainasta ja sen kautta ilmaantuvista uusista omistajista päästään tarvittaessa irtautumaan nopeasti (Järven-sivu, 2017).

## 6. Väli-rahoitusinstrumenttien käyttö pääomarakennetta suunniteltaessa

Kasvuyrityksillä on pääomarakennetta suunnitellessaan perustavanlaatuinen ongelma. Yrittäjät näkevät toiminnassaan niin suurta kasvupotentiaalia, että näkemykset yrityksen arvosta eroavat rahoittajien kanssa usein todella paljon. Tällöin yrityksen osuuden myyminen rahoituksen saamiseksi ei näyttäydy houkuttelevalta vaihtoehdolta. Toisaalta täysin vakuudettomat lainat ovat rahoittajalle hyvin riskisiä, jolloin suoraa lainaa on myös vaikeaa saada. Käytännössä sekä pääomalaina että vaihtovelkakirjalaina ovat tyypillisiä väli-rahoitusinstrumentteja ratkaisemaan pääoman hankintaan ongelmaa. Instrumentit ratkaisevat ongelman kuitenkin hyvin eri tavoin.

### 6.1 Lainarahoittajan riski

Pienten kasvuyritysten vieraan pääoman hankinta on usein haastavaa. Vieraan pääoman hankintaa vaikeuttaa erityisesti se, että pienillä yrityksillä ei usein ole lainoille minkäänlaisia vakuuksia. Yritys voikin käyttää väli-rahoitusinstrumentteja rahoitusasemansa vahvistamiseen ja rahoituslaitoksilta saatavan lainan mahdollistamiseen. Kasvuyrityksissä pääomarakenteen rakentaminen on ikään kuin tasapainottelua erilaisten instrumenttien kanssa. Yrityksen tavoite on saada mahdollisimman paljon vierasta pääomaa, jonka kustannus on mahdollisimman matala. Yritys on kuitenkin liian riskinen suoralle vieraalle pääomalle. Ainoa vaihtoehto on hankkia kustannuksiltaan kallista väli-rahoitusta, jonka tehtävänä on pitkälti mahdollistaa lainan saanti rahoituslaitoksilta. Väli-rahoitusinstrumentin korkea kustannus on yritykselle hinta mahdollisuudesta hankkia vierasta pääomaa matalalla korolla. (Melgin, 2017.)

Esimerkiksi pääomalainoitettu pieni yhtiö on ulkoiselle rahoittajalle merkittävästi mielekkäämpi ja alhaisemman riskin sijoituskohde, sillä alhaisemman etuoikeuden pääomalainalla antaa suojaa rahoittajan saataville. Yrityksessä oleva pääomalaina viestii ulkoiselle rahoittajalle myös pääoma-

lainoittajan uskosta yritykseen. Vaihtovelkakirjalainan avulla yritys voi kohentaa rahoitusrakennettaan niin, että suora vieraan pääoman ehtoinen rahoitus muodostuu ulkopuoliselle sijoittajille huomattavasti pienempiriskiseksi.

## 6.2. Yrittäjän intressit

Yrittäjän intressit vaikuttavat myös tapaan, jolla yritys järjestee pääomarakenteensa. Kasvuyritysten kohdalla yrittäjä priorisoi yrityksensä kasvattamista. Tällöin etenkin alkuvaiheessa osuuden myyminen rahoituksen hankkimiseksi ei ole houkuttelevaa, sillä yrittäjä usein kokee pystyvänsä kasvattamaan yritystä. Yrittäjä on halukas luopumaan osuudesta vasta myöhemmin korkeammalla valuaatiolla. Yrittäjän visio yrityksen tulevaisuudesta on myös usein voimakas, jolloin päätösvallasta luopuminen ei ole mielekäästä.

Näissä tilanteissa välirahoitusinstrumentteja voidaan soveltaa toimivasti, sillä vaikka ne ovat kustannuksiltaan usein kalliita, ne mahdollistavat rahoituksen hankkimisen ilman omistuksesta luopumista. Välirahoitusinstrumentit ovatkin erinomainen tapa tasapainotella pääomarakenne mahdollisimman kustannustehokkaaksi luopumatta omistuksesta tai päätösvallasta.

## 6.3 Ulkopuolisen rahoittajan intressit

Ulkopuolisen sijoittajan intressit ovat kasvuyritysten tapauksissa usein lähellä yrittäjän intressejä. Molemmat tähtäävät yrityksen arvon nopeaan kasvattamiseen. Ulkopuolisen sijoittajan onkin tärkeää ikään kuin mahdollistaa yrityksen ja yrittäjän toiminta ja saada ne toimimaan mahdollisimman lähellä potentiaaliaan. Ulkopuolisen sijoittajan tarjoamat välirahoitusinstrumentit usein varmistavat uuden, kustannustehokkaan vieraan pääoman hankkimisen. Tämä on ulkopuolisen rahoittajan intressi myös, koska hankkimalla mahdollisimman paljon vierasta, sidotun kustannusten pääomaa eli ”vivuttamalla” kaikkien yrityksessä olevan oman pääoman tuotto nousee.

Kasvuyritysten tapauksissa ulkoinen rahoittaja tarjoaa yritykselle pääoman lisäksi myös osaamistaan. Rahoittaja voi esimerkiksi osallistua yrityksen hallitustyöhön tai toimia yrityksen johdolle ”coachina” ja sparraajana. Tällöin hyöty on molemminpuolista: yritys saa toimintansa tueksi monipuolista osaamista ja sijoittaja hyötyy yrityksen nopeammasta kasvusta ja arvonnoususta.

Lupaavat yritykset voivatkin kilpailla sijoittajista ja heidän tarjoamistaan ehdoista sekä osaamisestaan.

#### 6.4 Välirahoitusinstrumenttien ehdot

Välirahoitusinstrumentit ovat yrityksen rahoituksessa erittäin joustavia. Niiden juridiset reunaehdot ovat melko väljät, jolloin etenkin vaihtovelkakirjalainan luonne voidaan määritellä hyvin monimuotoisesti säätämällä sen ehtoja. Vaihtovelkakirjalainan tapauksessa erityisesti konversioon liitettyjä ehtoja on lukemattomia ja niiden avulla rahoittaja ja yritys voivat neuvotella instrumentin vastaamaan juuri heidän tarpeitaan. (Lautjärvi, 2015)

Monet rahoittajat pyrkivät sanelemaan kasvuyrityksille tarjoamiensa instrumenttien ehdot. Yrittäjän onkin erittäin tärkeää ymmärtää tarjottavien instrumenttien ehtojen tulevaisuuden vaikutukset. Esimerkiksi vaihtovelkakirjalainojen osalta yrittäjillä on usein vaikeuksia arvottaa konversion kautta sijoittajalle tarjoamansa option arvoa. Vaihtovelkakirjalainan matala korko saattaa johtaa yrittäjää harhaan, jolloin lainan erääntyessä hän tulee luopuneeksi epähuomiossa suuresta osasta yrityksestään.

## 7. Yhteenveto

Tässä tutkielmassa käsiteltiin välirahoitusinstrumenttejä osana pienten yritysten rahoitusta. Tarkasteluun otettiin sekä oman pääoman luonteinen pääomalaina että vieraan pääoman luonteinen vaihtovelkakirjalaina. Tutkielmassa pohdittiin syitä välirahoitusinstrumenttien yleistymiseen sekä rahoittajan että yrityksen näkökulmista. Tutkimusmenetelmänä käytettiin kirjallisuustutkimusta, mukana oli myös empiiristä aineistoa haastattelujen ja case-esimerkin muodossa.

Teoriaosuudessa tarkasteltiin yritysten rahoitusta tunnettujen Modigliani & Millerin irrelevanttiusteoriaan sekä Myers & Majlufin ”pecking order”-teoriaan peilaten. Lisäksi tarkasteltiin yrittäjän insentiivien säilymisen merkitystä osana rahoittamista. Myös kasvuyrityksille tyypillisiä agenttiongelmia yrityksen johdon ja omistuksen sekä rahoittajien välillä tuotiin esille.

Pääomalainan osalta perehdyttiin lainan erityisominaisuuksiin sekä sen kirjaamiseen kirjanpidossa. Pohdittiin myös lainsäädännön muutosta, joka monipuolistaa pääomalainojen käyttöä erityisesti pienille yrityksille. Myös pääomalainojen verokohtelua ja sen haasteellisuutta tarkasteltiin.

Vaihtovelkakirjalainoista käsiteltiin lainan juridisia ominaisuuksia. Erityisesti perehdyttiin vaihtovelkakirjalainojen ehtoihin ja siihen, kuinka ehtojen avulla lainan luonnetta voidaan muokata vastaamaan osapuolten intressejä. Vaihtovelkakirjalainan arvostamista tarkasteltiin sen koron ja option arvon kautta.

Lopuksi tarkasteltiin kasvuyritysten pääomarakenteen suunnittelua pääomalainan ja vaihtovelkakirjalainan avulla. Pääomarakenteen suunnittelua pohdittiin rahoittajan riskin, sekä yrittäjän että rahoittajan intressien ja välirahoitusinstrumenttien ehtojen muodostamisen näkökulmista.

Kasvuyritykselle välirahoitusinstrumentit tarjoavat erinomaisia työkaluja pääomarakenteen suunnittelussa. Välirahoitusinstrumenttien avulla kasvuyritykset voivat tasapainotella pääomarakennettaan mahdollisimman kustannustehokkaaksi luopumatta omistuksesta ja päätösvallasta. Niihin sisältyy kuitenkin myös monimutkaisia ehtoja, joihin yrittäjien on erityisesti syytä perehtyä rahoitusta hankkiessaan. Parhaassa tapauksessa välirahoitusinstrumenttien avulla yritys voi



vauhdittaa kasvuaan ja hankkia ulkoista rahoitusta, jota ei muuten olisi mahdollista saada. Rahoituksen lisäksi yritys voi saada kasvua vauhdittavaa osaamista. Välirahoitusinstrumenttejä käytöön ottaessa on sopimuksia kuitenkin syytä tarkastella erittäin huolellisesti, jotta yritys ei tule tehneeksi tulevaisuuden kannalta epäedullisia ratkaisuja.

Jatkotutkimuksena aiheeseen liittyen pääomasijoittajien kasvuyrityksille tarjoamien rahoitusmuotojen, sekä niihin liittyvien ehtojen suunnittelua ja ehtojen tuomia insentiivejä osallisille olisi mielenkiintoista tarkastella lisää. Erityisen mielenkiintoista olisi tarkastella välirahoitusinstrumenttien ehtojen vaikutusta yritysten kasvuun ja kasvun nopeuteen.

## Lähteet & Lyhenteet:

Brealy, Myers, Allen (1981) *Corporate Finance* s. 680-686. The McGraw-Hill Companies.

Elinkeinoelämän keskusliitto, EK.fi ” Kasvuyritysten lukumäärä lisääntyy yrityskantaa nopeammin” <https://ek.fi/ajankohtaista/tiedotteet/2013/11/05/kasvuyritysten-lukumaara-lisaantyy-yrityskantaa-nopeammin/>, luettu 6.11.2017.

Fiva, Finanssivalvonta ”Basel III tiedotustilaisuus”, 13.4.2011, [http://www.finanssivalvonta.fi/fi/tiedotteet/esitelmat/documents/basel\\_iii\\_tiedotustilaisuus\\_13042011.pdf](http://www.finanssivalvonta.fi/fi/tiedotteet/esitelmat/documents/basel_iii_tiedotustilaisuus_13042011.pdf) , luettu 27.9.2017.

Honkanen, E-M. (2017) *Pääomarakenne ja siihen vaikuttavat tekijät suomalaisissa pk-yrityksissä*. Pro Gradu -tutkielma s. 21. Oulun yliopisto.

Järvensivu, J. Fiksuruoka Oy, Toimitusjohtaja: Haastateltu 15.10.2017

Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976) *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure* s. 305–360. Journal of Financial Economics 3(4).

Kaloniemi, M. enkelisijoittaja, Haastateltu 14.10.2017

Lautjärvi, K. (2015) *Välipääomarahoitusinstrumentit*, Helsinki: Talentum Media

Melgin, J. Aalto-yliopiston kauppakorkeakoulu, Professor of Practise, haastateltu 15.11.2017

Modigliani, F & Miller, M.H. (1963) *The cost of capital, Corporation Finance and the Theory of investment* American Economic Review, s. 433–443

Myers, S.C & Majluf, N. (1984) *The capital structure puzzle* Journal of Finance 39(3), 574–592

VeroO, Syventävät vero-ohjeet, Osakeyhtiölain uudet rahoitusvälineet verotuksessa, <https://www.vero.fi/syventavat-vero-ohjeet/ohje-hakusivu/48150/osakeyhtiolain-uu-det-rahoitusvalineet-v/> luettu 25.10.2017

Suomen Pääomasijoitusyhdistys Ry, FVCA.fi, ”Venture Capital Suomessa”, [http://www.fvca.fi/fi-les/1291/VC\\_Suomessa\\_2016\\_alustavat.pdf](http://www.fvca.fi/fi-les/1291/VC_Suomessa_2016_alustavat.pdf), luettu 2.11.2017

Suomen yrittäjät "Yrittäjyys Suomessa" <https://www.yrittajat.fi/suomen-yrittajat/yrittajyys-suomessa-316363> luettu 28.10.2017

Tirole, J. (2006) *The Theory of Corporate Finance*, s. 425-442. Princeton University Press

Torstila, S. (2017) "Mergers and Acquisitions for Finance" 28E33000 Capstone, Acquisitions for Finance, Sessions 2 and 3, Aalto-yliopiston kauppakorkeakoulu

Tuomi, J. (2016) *Välipääomarahoitusinstrumentit osakeyhtiön rahoituskeinona*. Pro Gradu -tutkielma, Lapin yliopisto

Vasenius, N. (2015) *Päämies-agentti-ongelma kiinteistökehityshankkeen rakennusvaiheessa*. Maisterivaiheen opinnäytetyö. Aalto-yliopisto

Villa, S. & Immanen, R. (2016) *Pääomalainan ja kehitysmenojen käsittely taseessa*. Balanssi. 01/2016, luettu 15.9.2017

Villa, S. (1997) *Pääomalaina*. Helsinki: Lakimiesliiton kustannus, s. 244